

第2部 総論編 第2章 アジア危機の本質、教訓 と国際金融協力

著者	円居 総一
権利	Copyrights 日本貿易振興機構（ジェトロ）アジア 経済研究所 / Institute of Developing Economies, Japan External Trade Organization (IDE-JETRO) http://www.ide.go.jp
シリーズタイトル	研究双書
シリーズ番号	501
雑誌名	アジア通貨危機：その原因と対応の問題点
ページ	47-81
発行年	2000
出版者	日本貿易振興会アジア経済研究所
URL	http://hdl.handle.net/2344/00012501

第2章

アジア危機の本質，教訓と国際金融協力

はじめに

タイバートの急落を契機とする東アジアの通貨危機は，その広がりと深さにおいて，1990年代に入ってから二つの通貨危機——欧州通貨システムにおける為替安定協定への参加をめぐるポンド危機およびテキラショックと呼ばれたメキシコの通貨危機——をはるかに凌ぐものであった。

この東アジアの危機，その背景要因をめぐるのは広範な角度からさまざまな論議が行われてきたが，それらは大別して次の二つのアプローチに要約される。一つは，危機の原点ともいえる通貨危機に問題点を絞り，その要因，発生メカニズムを金融的問題として究明しようとするもので，他の一つは，通貨危機から経済，そして政治・社会体制の危機へと発展した背景要因を，アジアに共通した経済・政治体制の構造的問題に求めようとするものである。この後者のアプローチは，これまでともすれば見過ごされてきたいわゆる「アジア型モデル」に潜んでいた問題点，欠陥を明示し，国内的構造改革という中・長期的課題を具体化するうえでも示唆に富む論議であったが，その反面，今回の危機との直接的関連性となると疑問を残している。そうした構造問題，制度的欠陥は危機を生起させた主要因というよりも，危機の発展プロセス，ないしその結果として顕在化し，危機の増幅要因として機能してきた側面が強いと見なされるからである。

一方，前者のアプローチに焦点をおいた論議でも危機の本質，発生や深化

のメカニズムが十分明らかにされたわけではない。危機をめぐる実物経済と金融的要因の関係や国際資本移動に関わる実体の分析に不十分さを残しているからだ。

今回のアジア危機を、国際金融統計をベースに、投資サイドと被投資サイドの関係、国際資本の流入形態、それと関わる個別取引の特性などから詳細に検討してみると、危機の本質は、実物経済のマクロパフォーマンスやアジア的経済制度、あるいは社会体制などに根ざすというよりも、経済の発展・成熟度とオープン化の不整合性、それが資本自由化と国内金融取引構造のギャップの問題に集中的に反映して現れたことにあったことがわかる。すなわち、このギャップが地場銀行、国際的銀行にとっての銀行信用に関して巨大なレントを生み、それが金融コントロールを無力化して銀行信用の膨張を招き、危機はその逆流としての信用収縮によるデットデフレの進行と、国際銀行のネットワークを通じたバンドワゴンにより地域・同時的に発生をみたといえる。

このギャップを顕在化させた金融取引構造は、情報の偏在の理論が示唆するように経済の発展度と深く関わるものであり、政策当局が裁量的に選択するものではない。アジア危機の実体を解明することは、この意味で危機の発生、拡大のメカニズムの解明とともに、新興の発展途上経済にとっての資本移動の自由化の意味、その功罪と政策対応のあり方を改めて問い直すことにもなる。今回のアジア危機の本質が、アジアに特有なものというより、新興経済国が先進国型の経済に組み込まれる過程においていつでも直面しうる一般性の高い危機であったと解釈されるなら、国際資本移動規制をめぐる論議や国際金融協力をめぐる論議も、それを踏まえて再検討し、政策対応を進めていく必要があろう。

第1節 アジア通貨危機の一般的構図

東アジア諸国は、これまで長期にわたり持続的な経済発展を遂げ、世界の成長センター、エマージングマーケットの雄ともてはやされ、1994末のメキシコの通貨危機の際にも同様の危機がアジアでは生起することはないと見なされてきた。高い貯蓄率と投資率、健全な財政バランスやインフレの抑制など経済ファンダメンタルズが良好であったからだ。実際、東アジアの経済発展は、輸出主導型工業化戦略をベースに、直接投資の積極導入を進めるなかで順調に進展してきた。この直接投資の導入と輸出主導戦略は、高成長に不足する資本を直接的な民間実物投資として受け入れるため公共部門の対外借入負担が軽減し、効率的な資源配分も同時に促進して、対外債務の累積問題への懸念や従来型の債務危機発生リスクを抑えてきた。また輸出産業を主体とする直接投資の受け入れは、海外の投資企業の販売ネットワークを輸出チャネルとして利用することを可能としたため、高い投資効率も実現されてきた。80年代前半の国際債務危機の際、当時のソ連・東欧諸国や中南米諸国が輸入代替戦略をベースとした外資導入政策の行き詰まりから債務危機を引き起こしたのと対照的に、東アジアが着実な発展をたどったのも、そうした輸出主導戦略の奏功によるところが大きかった。このような東アジア経済の先行きに対する懸念は危機以前にはほとんど見当たらず、わずかにクルーグマン (P. Krugman) がその成長要因に潜む問題点をその著、「アジアの奇跡という幻想」で指摘、警告していたにすぎなかった。しかし、現実に危機はかつてない広がりや深さをともなって発生した。97年7月にタイバーツが通貨売り投機の波に晒され事実上の為替切り下げに追い込まれると、通貨危機は瞬く間にフィリピン、インドネシア、マレーシアなど近隣アジア諸国に拡大、秋から年末にかけてはそれが香港、韓国へと飛び火し、東アジア全体が深刻な通貨・経済危機に陥った。その影響は、インドネシアのように劇的な政変さえ引き起こすとともに、同じエマージング市場地域としての中南米の

動揺をも招き、それがさらにロシアのデフォルト発生の事態とも重なって世界経済に大きなデフレーションをもたらしことになった。

なぜこのような危機が引き起こされたのか。一般に、通貨危機ないし通貨・経済危機は、実物経済と金融的要因が複合した現象と捉えられるが、危機のメカニズムを探るためには、まず主要な背景要因がどちらサイドにあったのかをみておく必要がある。クルーグマンの指摘を含め、実物経済のマクロ的側面からみると、クルーグマンの指摘だが、そのポイントは、「アジアNIEsの経済成長はそのほとんどが労働参加率の上昇や投資率の上昇など生産要素の投入増加に負うもので、技術進歩などを含む全要素生産性の上昇をともなっていないため成長持続は難しい」ということにあった。これは成長実績の陰に隠れがちな問題点を端的に示した点で重要な指摘であり、一見今回の危機を予言していたようにも受け取れる。だが、少し子細にみるなら、彼の指摘が正しければ正しいほど、今回の危機との関連性は薄いことがわかる。なぜなら、資本や労働の投入量は突然にストップすることはありえないからであり、彼の指摘どおりに成長の限界が生じたとしてもそれは徐々にしか顕在化してこないはずで、今回のような突然の事態の悪化は想定されないからである。クルーグマンの指摘は、彼自身も認めるとおり、今回の危機の発生要因ないしメカニズムを説明するものではない。

では、危機直前の現実のマクロパフォーマンスに危機に直結するような変化があったのか。その動向をみると、これも危機に直結するような問題を見いだすのは難しい。表1は東アジア諸国のマクロ状況の推移を要約したものだが、1996年までをみても、タイの貯蓄・投資バランスと経常収支の悪化がやや目立ち経済の過熱化が一部にうかがえる程度で、総じてこれから今回の危機に至るようなマクロパフォーマンスの急激な悪化は読み取れない。同表中の97年の数値はIMFの当時の予想だが、それではタイの状況も改善が見込まれている。このことをより簡潔に示したのが、80年代初めの国際債務危機および94年末のメキシコ危機の関係国の直前のマクロ状況と今回危機直前の96年の東アジア諸国の比較図（図1）である。この図はエマージング

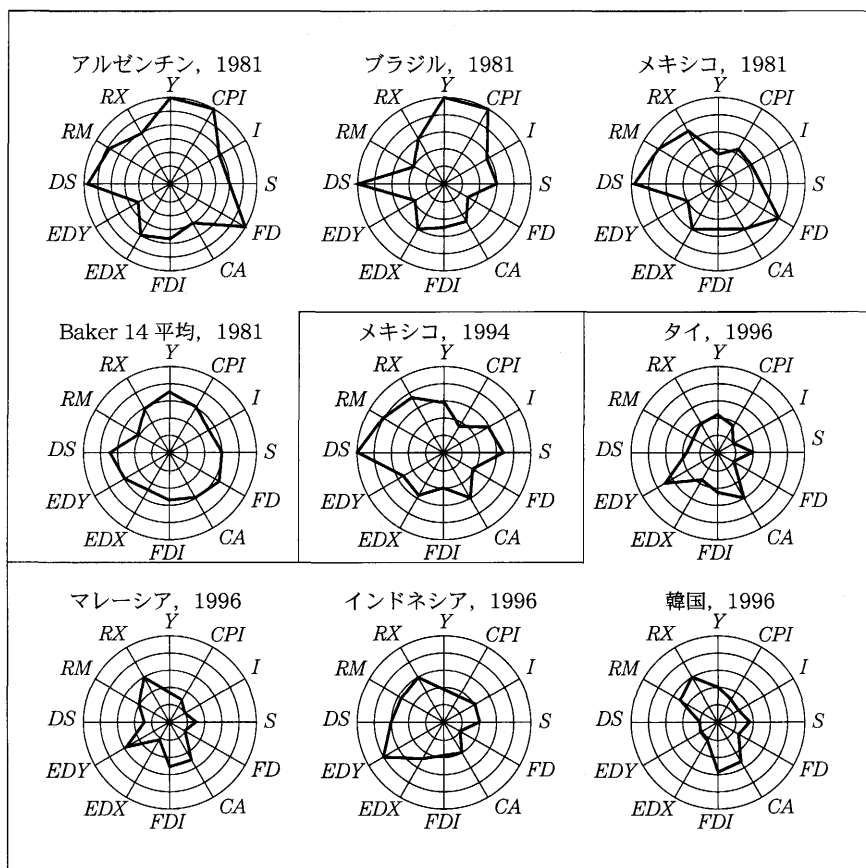
表1 東アジア主要国における危機関連のマクロ経済動向

	1983～89年	1990～95年	1996年	1997年 ¹⁾
タイ				
実質GDP成長 (%)	8.0	8.9	6.4	(0.6)
国内貯蓄・粗固定資本形成 (GDP比%)	▲2.3	▲5.9	▲7.7	▲4.0
経常収支 (GDP比%)	▲3.2	▲6.7	▲7.9	▲3.9
インフレ率 (%)	3.1	5.0	5.9	6.0
外貨準備高 (10億米ドル)	13.3	36.0	37.7	28.0
	(90年末)	(95年末)		
対外債務/輸出比率 (%)	32.9	33.6	48.8	46.5
	(90年)	(95年末)		
インドネシア				
実質GDP成長 (%)	5.4	7.2	7.8	(5.0)
国内貯蓄・粗固定資本形成 (GDP比%)	▲1.1	1.6	0.7	0.8
経常収支 (GDP比%)	▲3.5	▲2.4	▲3.3	▲2.9
インフレ率 (%)	8.1	8.7	7.9	8.3
外貨準備高 (10億米ドル)	7.5	13.7	18.3	20.3
	(90年末)	(95年末)		
対外債務/輸出比率 (%)	238.5	210.8	196.8	188.8
	(90年)	(95年末)		
マレーシア				
実質GDP成長 (%)	5.3	8.8	8.6	(7.0)
国内貯蓄・粗固定資本形成 (GDP比%)	0.9	▲6.3	▲5.5	▲5.7
経常収支 (GDP比%)	▲0.7	▲6.2	▲4.9	▲5.8
インフレ率 (%)	2.0	3.4	3.5	3.7
外貨準備高 (10億米ドル)	9.8	23.8	27.0	17.7
	(90年末)	(95年末)		
対外債務/輸出比率 (%)	50.3	41.2	31.6	30.7
	(90年)	(95年末)		
韓国				
実質GDP成長 (%)	9.8	7.8	7.1	(6.0)
国内貯蓄・粗固定資本形成 (GDP比%)	3.3	▲1.4	▲3.5	▲3.7
経常収支 (GDP比%)	2.5	▲1.4	▲4.9	▲2.9
インフレ率 (%)	3.8	6.6	4.9	4.3
外貨準備高 (10億米ドル)	14.8	32.7	34.0	31.3
	(90年末)	(95年末)		
対外債務/輸出比率 (%)	47.1	52.5	65.9	70.5
	(90年)	(95年)		

(注) 1997年の成長率は96年末におけるIMFの見通し。97年のその他の指数は暫定値を含む。

(出所) IMF, *International Financial Statistics*, 各号, および IMF, *World Economic Outlook, Interim Assessment*, 1997.

図1 1980年代以降の主要危機における関係国の危機直前のマクロ状況比較



Y=実質GDP成長率 CPI=物価上昇率 I=投資/GDP S=貯蓄/GDP
 FD=財政赤字/GDP CA=経常収支/GDP FDI=直接投資/GDP EDX=対外債務総額/輸出額
 EDY=対外債務総額/GDP DS=デットサービス比率 RM=対外準備/広義マネー
 RX=対外準備/輸出額

(注) Baker 14は、1981年の国際債務危機の際に中南米を中心にBaker Planの適用対象となった14カ国。

(出所) IMF, *International Capital Markets*, 各号より筆者作成。

マーケット諸国9カ国の平均をベースとし、その平均からの乖離を±3の領域内で標準化してマクロパフォーマンスを示しているが、東アジア諸国は多くの点でベース平均ととくに乖離はしていない。すなわち、東アジア諸国のマクロ経済上のバランスは、エマージング諸国の平均的な状態を維持しており、国際債務危機の際の中南米主要国や94年のメキシコ危機の際の同国のそれらがベース平均から大幅に乖離してマクロ的バランスを大きく崩していた姿とは明らかに異なっている。こうした概観だけでも実物経済のマクロ状況に今回危機の主要因を求めることは無理といえよう。

このような事情から、これまでの論議、研究も危機発生の直接的要因を金融的側面に求め、それらと実物経済との複合作用から危機の深化、拡大のメカニズムを解き明かそうとしてきた。その論旨は程度の差はあれ、概ね次のように要約される。(1)近年の経常収支の赤字拡大とともに短期資本によるファイナンスが増大し、国際収支構造が脆弱化していた。(2)経常赤字の拡大は、資本流入のサポート装置として採用されてきた為替相場の固定化、事実上のドルペッグ制によって助長（ドルペッグ制は貿易ウエイトで加重平均した各国通貨のバスケットから算出されるバスケットペッグに比べ、ドルに対して大幅に減価した人民元や円との輸出競争力を低下させて赤字拡大を助長）され、短資の流入もドルとの固定化による海外投資者の為替リスクの軽減や東アジア諸国の対外資本取引の自由化によって加速された。(3)国内金融システムの自由化も同時に行われてきたが、監督行政の不備や未熟さを残し、金融インフラが一般的に未整備のまま自由化が行われてきたことから脆弱性を抱えていた。(4)このような状況下で、対外短期債務残高が膨張してくると、マクロ経済に危機に直結するような悪化がみられなくても、市場はその変化や外的ショックに敏感になり、その過剰反応的行動が短資の逆流を招いて自己実現的に通貨価値の暴落を引き起こした。(5)そして危機がいったん発生すると、それは金融システムの脆弱性のもとで累積していた問題を顕在化させてマクロ経済を急速に悪化させ、危機を深めることになった。とくに、短期資本の流入と金融監督体制の問題に根ざすモラルハザードをともなった金融機関の過剰融

資が経済ブームを助長していたことが、危機を一段と深めた。(6)またそれが一国で生起すると、スピルオーバー（貿易、投資などの相互依存関係を通じての波及）やバンドワゴン（一国の危機が同一地域の投資の再評価を促し、投資家の行動を一様に変化させる）効果を通じて、短期間に危機の地域的拡大をもたらした。

短期資金の流入と為替相場制度の問題を軸にしたこうした分析のコンセンサスは、今回の危機の構図をかなり明らかにしているといえよう。マクロの概観と異なり、過去の危機事例とも重なることが多い。とくに、危機に先立ち大量の資本流入が生じていたこと、そのなかで短期資本が占める割合が急速に高まっていたことは共通する現象であった。例えば、国際債務危機では、1973年から82年に至るオイルマネーの還流過程におけるエマージングマーケット地域への資本流入の集中があり、メキシコそして今回のアジア危機ではより劇的な資本の流入、なかでも短資の流入が目立っている。この東アジアとメキシコのケースでは、その借り手主体が前者は民間部門、後者は公的部門という違いはあるものの、東アジアでも危機が最も深刻となった韓国、タイ、インドネシアが三大短期債務の積み上げ国となっており、それが相対的に少なかったマレーシア、フィリピンでは危機の程度が相対的に小さく、ネットで民間対外債務をもっていなかった台湾、シンガポールは危機の影響をほとんど受けていない（後掲表5参照）。そして、ペッグ制ではないが、メキシコのケースでも、短資の流入サポートシステムとして自国通貨の為替の安定化（対ドル価値の安定維持）策が機能していたことなども共通している。

だが、これらをベースに諸要因を関係づけながら、資金の流入と経済ブームの生起、崩壊、資金の逃避と危機発生にともなって顕在化した諸問題の危機増幅過程を現象的に描写するだけでは、危機の本質とメカニズムは解明しえない。例えば、短期資金への過度の依存と急激な流出入が直接の引き金になったことは推定されても、なぜそうしたことが生じたのか、果たしてそれは偶発的なものであったのか、あるいは一定のメカニズムをもった必然的なものであったのかなどは、為替レート固定化との関係を単純に説くだけでは

説明がつきにくい。また金融システムの脆弱性といっても、それは今に始まったことではない。1996年のタイのバンコク商業銀行の倒産が国際投資家の信任にマイナスのインパクトを及ぼしたことなどは一つの危機の伏線といえなくもないが、危機を生起するほどタイの金融セクターに対する信任が落ち込んでいたわけではない。危機の発生・深化との関係で、バブル発生と関連づけてモラルハザードの問題もよく指摘されるところだが、行政による信用の割り当てに過度な介入がとられていた韓国は別として、東南アジア諸国に必ずしも典型的なモラルハザードが生じていたわけでもない。さらにこれら論議に共通してうかがわれるのが、今回のアジア危機が国際資本移動をめぐる通貨危機として生じたにもかかわらず、資本移動のもう一つの主役である投資家ないし資金供給サイドへの視点が欠けがちで、危機の原因を地域特性や危機当事国サイドの経済制度や政策運営の問題に求めようとする傾向が強いことである。事態が通貨危機から経済危機へと進行し、金融システムの麻痺を含む経済全般にわたる危機的状況に至った危機の基本構図やそのプロセスには一定のコンセンサスが形成されながらも、原因の特定や危機の深化のメカニズムにいまひとつ不透明さを残すのは、そうしたアプローチの不備によるところが大きく影響している可能性があるだろう。

第2節 危機の実態とその基本構図

以上のような概観や既存の論議の問題点などを踏まえ、危機の直接の引き金となった国際短期資本移動に焦点をあて、まずその実態から再検討してみたい。この際、一口に国際資本移動といっても、その形態によって性質がかなり異なり、また定義と実体にも一部ギャップがあることには留意しておく必要がある。例えば、一般に短期と長期という場合の区分はその投資期間（投資の際に意図した期間）が1年を超えるか否かによって区分されている。その一方、投資形態の分類は、直接投資と間接（証券）投資、その他投資に

大別される。直接投資は、工場の進出に加え、経営権の取得を意図した株式の取得や販売子会社の設立などのための投資がそれに含まれ、証券投資は有価証券を介した投資、銀行信用などはその他投資に含まれる。そして、直接投資は、常識的にも1年を超える長期にわたる安定的投資としての性格が強いため長期投資に分類され、証券投資や銀行融資（借り手側にとっての銀行借入）など直接投資以外のものは、より短期的な要因で移動すると認識されているため短期投資に分類するのが原則となっている。しかし、資本のもつ実際の流動性は必ずしもこのような長期・短期の分類とは合致しない。もっとも、東アジアをめぐる資本移動に関する利用可能な統計がこうした分類を基本としているため、ここではことわりのないかぎり直接投資を長期、証券投資、銀行融資を短期と大別して、それぞれの内包する性格に照らしつつ、資本動向をみていくこととする。それをASEAN 4カ国（タイ、インドネシア、マレーシア、フィリピン）に焦点をあて、経常収支の推移を合わせ要約すると、表2のように示される。同表からまず明らかなことは、対外債務の累積問題が1980年代からすでに明らかになっていたフィリピンを除き、各国とも、直接投資は90年代に入り流入額水準を落としていたものの通貨危機直前でも安定的に推移していたこと、そして経常収支のファイナンスを賄う格好で証券投資、銀行信用が95年をピークに加速的に拡大、96年においても高い水準を維持していたことである。そして、既存の論議や分析では、ヘッジファンドの動きなどが注目されやすいため、短期資本の動きは証券投資の流出入に眼を奪われている感が強いが、それにもまして銀行信用が危機に至る数年に大きく拡大していたことは、今回の危機の性格に関わるだけに注意しておく必要があろう。

まずこれら資金の内容と性格だが、東アジアの場合、証券投資は1990年代前半までは直接投資の性格をもったものを含め、株式投資に偏っており、ボンドやノートのような債券発行を通じた資本流入は95年以降のことであった。また世界的に急速な拡大をみせていた金利先物やオプションなどのいわゆるデリバティブ取引は意外なほど少ないものであった。こうした実体をもつ証

表2 ASEAN 4 + 韓国の対外ファイナンスの内訳推移

(単位: 100万米ドル)

	1990	1993	1994	1995	1996
タイ					
間接投資	2,444	1,804	1,366	2,068	2,336
証券投資	▲38	5,455	2,486	4,083	3,585
銀行信用ほか	▲1,027	6,589	14,295	13,218	2,909
インドネシア					
間接投資	1,093	2,004	2,109	4,248	6,194
証券投資	▲98	1,805	3,877	4,100	5,005
銀行信用ほか	n.a.	1,357	527	1,953	▲758
マレーシア					
間接投資	2,332	5,006	4,342	4,132	5,078
証券投資	n.a.	▲709	▲1,649	▲436	▲264
銀行信用ほか	n.a.	6,282	▲3,789	468	2,974
フィリピン					
間接投資	530	1,238	1,591	1,478	1,517
証券投資	▲50	897	901	2,619	5,126
銀行信用ほか	307	▲229	1,694	1,648	5,036
韓国					
間接投資	▲268	▲773	▲1,715	▲1,753	▲2,099
証券投資	▲158	10,066	7,327	11,447	19,201
銀行信用ほか	7,472	1,879	20,712	34,317	35,395

(出所) IMF, *International Financial Statistics*, 各号ほかより筆者作成。

券投資は、一般的に、借り手国サイドからみれば、一国としてのデットサービス比率を悪化させることはなく、またミクロ産業ベースでも企業の自己資本ベースを拡大し、財務体質の向上に資するものとみなされるから、企業の資金調達能力が拡大するとともに、国内実物投資の量的拡大の見地からも政策的にそれが促進されやすいものであった。債券発行を通じた資本流入の増加は、そうした財務改善と並行して漸次増加してきたものとみられる。この流れのなかで、対外資本取引が急速に自由化されてきたため、債券のみならず、CD (certificate of deposit), CP (commercial paper) などのより短期性の強い証券形態での対内証券投資が増加していくことになった。こうした証

券投資は、長期の直接投資とは異なり、為替リスクや内外金利差にきわめて敏感である。短期的証券投資への依存度の増加とそれらが有するリスクとリターンに関する性質、これらがあいまって結果的には、国際経済学でいうところのマクロ経済コントロールに関する不可能命題——資本移動の自由、為替の安定、金融政策の独立性は同時に求めていくことはできないが——それを追い求め、矛盾を拡大していく状況に陥っていくことになったといえる。すなわち、為替相場が固定的に保たれるなら、リスクプレミアム要因を別にすれば、投資のリターンは名目金利差に等しくなる。東アジア諸国のような発展途上経済では、限界成長率は高いが資本は不足がちであり、金利水準は先進経済に比べ高くなるから為替相場のリスクが少なければそれだけ投資は促進される。しかし、そうなればなるほど、投資維持のためには為替相場の固定化維持の必要性が高まり、マクロ経済のコントロール力を低下させるという悪循環を招くことになる。つまり、投資家サイドにかかる為替リスクを為替の固定化を図ることで軽減し、対内証券投資の安定的流入を図るという意図のもとで、自由な資本移動が進められる一方、その流入自体が為替の固定化の必要性を高めて為替固定化が進んでいくことになったわけだ。実際、東アジア諸国の為替相場運営は、80年代は固定的とはいっても為替調整はたびたび行われて比較的柔軟性をもっていたにもかかわらず、90年代に入ると、シンガポールや台湾を除いて、固定的運営（ドルペッグ）の度を高めている。

そのマクロ経済運営上の矛盾が典型的に現れたのが国内流動性のコントロールである。ドルペッグの固定的相場運営のもとで、為替リスクがミニマイズされることから、東アジアへの証券投資は内外金利差をねらった金利裁定取引として急増した。この相場の固定化で保証された内外金利差というレントは、短期性証券の流入だけでなく、銀行信用の拡大も助長する要因として働いた。銀行信用の拡大の背景は、後述するように他に重要な背景要因を併せもつが、このレントとの関わりでは、それが先物カバーなしの外貨借入に向かわせるインセンティブを高めたことで促進された。このような形で外資が急増すると国内マネーサプライが増大する。そうした場合、将来インフレ

の抑制、流動性の吸収の必要から金融引き締めが図られることになるが、開放的経済体制下で固定的為替相場を維持しているかぎり、そうした政策対応は効果がないばかりか、逆に事態を悪化させてしまう。つまり金利上昇により内外金利差がいつそう拡大し、それが資金の流入を加速するとともに流動性コントロールも無力化させてしまう。これは証券投資にかぎらず、銀行信用をも助長することになる。国際銀行信用は、為替リスクに関しては借り手サイドが負う点で国際証券投資とは異なるが、為替固定化のもとで金利水準が上昇し、内外金利差が拡大すれば、借り手に対してカバーなしの外貨借入に向かわせるインセンティブが高まり資金需要が拡大する一方、貸し手側銀行にとっても内外金利差というレントの拡大によって借り手の投資プロジェクトの投資採算性が高まり、資金供給の拡大をもたらすからだ。このようなメカニズムで資金流入が急増していったことは、金利差と短期資本移動の最近年の推移、銀行信用のGDP比率やマネーサプライ伸び率の推移などに照らせば明らかだが、より実証的には、一般的に、資本移動と国際的な金利相関を計測することで検証される。東アジアへの短期資金の移動について、対象国はタイ、インドネシア、フィリピンと限定的ながら、1985年から95年の期間で試みた日本輸出入銀行の分析では、前2カ国では内外金利差が短資移動の重要な決定要因であったことが実証されている（フィリピンに関しては、そうした結果を得ていないが、それは80年代の対外債務問題や政治的混乱、その後の収束化による同国へのリスクプレミアムの変化が資本移動の決定要因として働いたという特殊事情があったものとみられる。同推計式では、リスクプレミアムが誤差項とともに定数項に含まれているが、その値の大きさからもそのことが推測される）。

このようにみえてくると、短期資本の流入、それへの依存が、為替の固定化と流動性コントロールの困難化を招き、通貨危機への構図を形成していったことが明らかとなろう。これは既存の論議とかなり異なる。それらでは、まず為替の固定的運用があり、そのもとで資本の自由化を図り、短資の流入を招いたことが危機の基本構図とされる。それではなぜ、資本自由化のなかで

為替の固定化が選択されていったのかはわからず、東アジア諸国のマクロ経済管理の拙劣さなどが結局問題であったということになりかねない。しかし、東アジア諸国も、為替固定化と自由な資本移動、金融コントロールの不整合性については十分認識していたところである。例えば、インドネシアは、1980年代後半すでに、内外金利差からくるレントの問題や流動性のコントロールの問題抑制のために、外資のルピア転換に対してのスワッププレミアム制度や流動性吸収のためのルピア資金の強制的凍結などの補完措置を実施している。しかし、このような措置が海外からの同国の経済運営に対する不信感を高め、資本流入の（一時的）急減を招いたため撤廃されている。むしろ、その選択、つまり為替相場の固定化は、直接投資の潮流が中国にシフトし始めるという国際環境の変化のなかで、外国資本の量的確保の要請を背景に流入促進を図ろうとしたことにあり、その結果としての短資の流入自体が既述のようなメカニズムでマクロ政策の選択不可能性を高めてしまったことに危機の基本構図があると捉えられよう。

第3節 危機の主因としての銀行信用と危機の本質

このような危機への基本構図、そのなかでも、危機の発生、深化により大きな役割を演じたと目されるのが、国際銀行信用である。多くの論議は証券投資の流出入の問題に偏りがちであるが、危機に至る最近年の東アジアへの資本流入で主役を演じてきたのは、表3からも明かなように、その規模からいって国際銀行信用であった。国際銀行信用は一概に短期と分類はできないが、東アジアのケースでは、国際銀行と地場銀行間のインターバンク取引が大半であったことから短期的資本移動とみなしても問題はなかろう。また、既述のとおり内外金利差というレントが大きなインセンティブとして働いたのは短期証券投資と同様である。その具体例が、表4にも示すような、円やドルをベースとしたキャリートレードなどであった。だが、金融取引と

表3 民間資本流入形態の特徴

(単位:10億米ドル)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
ASEAN+韓国								
総民間資本流入	24.9	29.0	30.3	32.6	35.1	62.9	72.9	▲ 11.0
直接投資	6.2	7.2	8.6	8.6	7.4	9.5	12.0	▲ 9.6
証券投資	1.3	3.3	6.3	17.9	10.6	14.4	20.3	11.8
銀行信用ほか	17.4	18.5	15.4	6.1	17.1	39.0	40.3	▲ 32.3
エマージング市場全体								
総民間資本流入	31.0	126.9	120.9	164.7	160.5	192.0	240.8	173.7
直接投資	17.6	31.3	37.2	60.6	84.3	114.9	114.9	138.2
証券投資	▲ 3.7	37.3	59.9	103.5	87.8	49.7	49.7	42.9
					(77.2)	(29.4)	(29.4)	
銀行信用ほか	22.2	58.4	23.8	0.7	▲ 11.7	76.2	76.2	▲ 7.3
					(▲ 28.8)	(35.9)	(35.9)	

(注) (1) ASEAN 4 = タイ, インドネシア, マレーシア, フィリピン。

(2) 数値はネットベース, また, かつこ内の数値はASEAN 4 + 韓国を除いた全体。

(出所) IMF, *International Capital Markets*, 各号。

表4 内外利回り格差による円・ドルのキャリートレード益 (タイ・マネーマーケットの例) (%)

	地場運用益 の円転利回り	円金利 (21BOR3m/s)	円ベース キャリー益	地場運用益の ドル円転利回り	ドル金利 (LIBOR3m/s)	ドルベース キャリー益
1996・第3Q	15.66	0.52	15.09	8.88	5.63	3.13
1996・第4Q	23.42	0.49	22.85	6.03	5.56	0.45
1997・第1Q	36.24	0.58	35.52	3.97	5.77	-1.73
1997・第2Q	-1.33	0.66	-1.98	34.47	5.78	27.54

(注) タイ・マネーマーケットでの運用益を円ないしドルに戻した運用利回り。

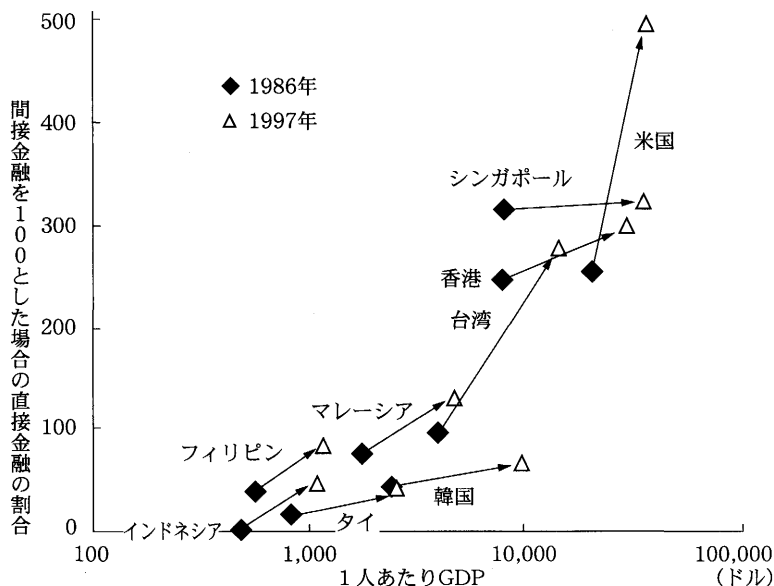
(出所) IMF, *International Capital Markets*, 1998, IMF, *International Financial Statistics*, 各号, IMF, *Blooming Financial Markets*, 1998など。

しての銀行信用と証券投資は性質が異なるため影響のメカニズムはかなり異なってくる。国際的にいわゆるセキュライゼーションが急速に進展していたなかでなぜ、銀行信用が証券投資を上回り流入の主役を演じてきたのか。またそれがどのような波及経路で危機の発生, 深化に繋がったのか, 危機の

本質に迫るには、これらの点を国際的視点も加え、もう少し子細に検討していく必要がある。

まず国内的要因だが、第1に指摘されるのは、金融構造がおしなべて間接金融が主体であったことである。金融システムを広義に捉えると、制度的枠組み、金融取引構造、金融機関の機能・運営メカニズムが有機的に結合した体制と定義づけられようが、その中核をなす金融取引構造は、資金の借り手の債務証券（本源証券）を取引手段としてオープンな市場を介して資金が貸し手から借り手へと直接的に流れる、いわゆる直接金融（市場仲介型金融）と銀行などの仲介機能（資産転換機能）を介して間接的に資金が流れる間接金融、そのどちらが主体となっているかで特徴づけられる。その実体を、資

図2 東アジア諸国の金融（取引）構造と経済発展度
（直接／間接金融比率と1人あたりGDP）



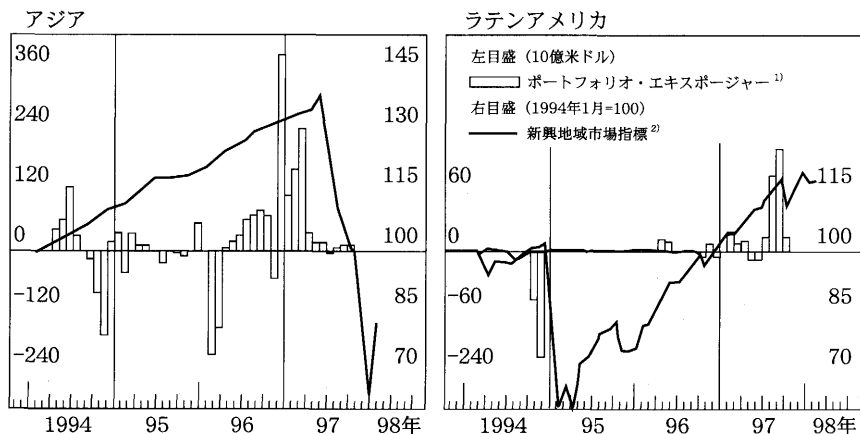
(注) 直接金融は、金融業および個人向けを除く商業銀行の融資残高。直接金融には株式を含む。株式、社債は時価ベース、米国は参考推計値。

(出所) 経済企画庁『アジア経済1998』、各国中央銀行、証券取引所資料などより筆者作成。

金の借り手主体である企業の資金調達の側面からみると、図2に示すように、今回の危機が深刻であったインドネシア、タイ、韓国などが間接金融のウェイトが圧倒的に高かったことがわかる。一方、すでに直接金融の比率が高い水準となっていたシンガポールや台湾は危機の影響をほとんど受けなかったのは既述のとおりである。同図で、マレーシア、フィリピンが直接金融のウェイトを相対的に高めているのがやや目立つ。これは主要な調達ルート別の調達額をGDP比で示し、銀行調達で間接金融を代表させる一方、社債に加え株式を便宜上直接金融に含めているため、ここ数年株式による調達が増大していたこれら2カ国のウェイトが高く出るようになったためである。ただ国債や社債と違って本質的には資金提供者の出資となって受け手の資本となる株式は、厳密には貸し手と借り手間の債権・債務関係となる資金の流れとはやや性格が異なる。また、図は時価ベースの金額をベースとしているため、株式はその価格上昇期にそのウェイトを上昇させ、実質的な調達ルート間のウェイト関係を一部歪めている怖れもある。それらを考慮すれば、これら2カ国もまだ間接金融主体の構造は変わっていないとみなしてよさそう。なお、一国経済の金融取引構造をみる場合、直接金融には当然国債を含めなければならないが、東アジアは一般的にこれまで均衡財政主義を目指してきたことなどから、国債市場は逆に発達をみていない。国債、社債などのいわゆる資本市場の発達が遅れている事実にも照らしても、株式を含め企業の資金調達構造から金融取引構造をみた図3はその基本的姿をとくに歪めることはなかろう。このような金融構造は、国内の規制などの要因に加え、経済の発展度と深い関わりがあることは経験的にもよく知られているところであり、またその取引構造が直接金融主体であれ、間接金融主体であれ、どちらか一方が絶対的に優れているといえるわけではない。重要なのは、それらの特徴づける金融取引の本質に関する情報の社会的偏在状況である。

情報の偏在とは、資金の借り手に関する（信用）情報が、借り手自身に偏在して、貸し手はそれを不十分にしか保有していない状態を意味する。このため、一般の人はリスクが大きすぎて第三者と直接かねの貸し借りをするこ

図3 ヘッジファンドの新興市場向け投資の動向



(注) BISおよびMorgan Securitiesの推計。

1) ファンド・サイズと投資リターンとの市場指標への感応度の成果として計算。

2) モルガン銀行新興地域市場インデックス。

(出所) BIS, 68th Annual Report, June 1998.

とはできない。銀行仲介を核とする間接金融は、銀行が専門家として蓄積した信用情報を体系的に使用することによって審査（情報の生産・加工）を行い、預金者という究極の貸し手に代わって自ら信用リスクを負いながら究極的借り手である企業などに資金を貸し出していく仕組みである。経済の発展度や情報技術の水準・社会的浸透度が相対的に低い発展途上国などでは、当然そうした情報の偏在が大きく、銀行仲介の役割が大きい。そのような社会では、主に家計からなる資金余剰部門の資金も小口で短期的であり、借り手主体となる企業部門も、その資本規模や社会的信用の認知度は低く、信用状態もまちまちであるからだ。銀行が仲介することにより、情報を体系的に生かすことで規模の経済性や同時に多数の貸付を行うことからくる全体としてのデフォルト・リスクも縮小化できることから、一般経済性も高まる。

これに対し、究極の貸し手が自らのリスクで究極的借り手の債務証書（社債や国債など）に、基本的に誰でも参加可能なオープンな市場を介して直接的に投資する形態（直接的に資金を貸す）をとる「市場仲介」の場合は、情

表5 国際銀行からの借入残高内訳および国内信用のGDP比率

(単位:100万米ドル)

	総額	国内銀行		短期残高	短期残高 (1年以下)	国内信用の GDP比(%)
			うち外銀			
タイ	69,382	26,069	12,246	45,567	45,567	126.96
インドネシア	58,726	12,393	1,373	34,661	34,661	58.13
マレーシア	28,820	10,486	2,694	16,268	16,268	123.60
フィリピン	14,115	5,485	1,027	8,293	8,293	n.a.
韓国	103,432	67,290	4,756	70,182	70,182	74.68
(中国)	(57,923)	(24,700)	(2,775)	(30,137)	(30,137)	n.a.

(注) (1) 国内銀行はBISに報告を行っている先進国の銀行を指す。

(2) 国内信用は当座預金を受け入れる銀行と中央銀行の信用の統計。

(3) 国際銀行からの借入残高は1997年6月末時点。国内信用のGDP比は1997年。

(出所) BIS, *The Maturity, Sectional and Nationality Distribution of International Lending, First half 1997*, Basel, Jan. 1998, IMF, *International Financial Statistics, Monetary Survey*.

報の偏在状況が銀行仲介などの場合に比べ少なくなければ、取引は成立しにくい。このことは、一般の人が国債や知名度の高い社債は購入しても、そうでない社債は購入できないことを想定すれば明らかだし、また一定の社会的信用度が共通していなければ、オープンな市場取引のためのそれぞれの借り手の債務証書の最低の標準化も図れないことにもなる。先進国において市場仲介型の金融取引と資本市場の発達が、これまで企業の成長や社会的にも最も信頼度の高い政府債務証書（国債など）の発行拡大と歩調を合わせる形で発展してきたのも、そうした市場仲介の特質を反映していたといえる。経済の発展や情報技術の進展などから情報の偏在状況が直接金融主体となるに十分なほど縮小していても旧来の取引構造を規制により維持するといった例（例えば、最近までの日本）はあるが、そうしたことを除けば、発展途上経済国が間接金融を主体とするのはむしろ自然であり、東アジアの多くもそうした状態にあったといえよう。したがって、この構造自体をもって、金融構造が脆弱であったと決めつけるわけにはいかない。むしろ、経済の発展度に深く関係する情報の偏在によって規定される金融取引構造のもとで、外国資本

の受入れルートが銀行を通じたものに集中しやすかったと解釈すべきであろう。また、情報の偏在が大きい状況であったということは、貸し手である外国銀行にとっては、地場企業の信用情報が（先進国に比べ）相対的に得にくく、情報蓄積が少ないことを意味するから、資金の貸付（信用供与）は地場銀行を直接の相手先としたものとなりやすい。実際、危機にみまわれた東アジア諸国への国際信用供与の大半は、銀行間（地場銀行と外国銀行間）の貸借で占められていた。このような状況下で、既述のような為替固定化と内外名目金利格差からくる大きなレントが存在していれば、地場銀行、外国銀行両者ともに資金取引へのインセンティブが高まる。それは国内的流動性の増大を生むとともに、外貨建て調達から生じるレントをさらに拡大するためにハイリスク・ハイリターンへの投資と資金調達の短期化を促し、経済の加熱、バブル化を生んでいくことになる。タイのバブル化はその典型例であったといえる。そしてバブルがはじけると、投資資産は一挙に不良債権化し、資産デフレからデットデフレの進行が進み、経済が一挙に危機に瀕することになる。

しかし、国内の金融構造とレントの要因だけでは、なぜ巨額の国際信用供与が行われ、問題を引き起こしたのかを説明するには不十分であろう。すなわち、なぜ国際的外国銀行が急激に信用供与を集中させることになったのかと同時に問われなければ、危機のメカニズムは解明しえない。その背景要因としてまず指摘されるのは、1980年代初めからの世界的な金融革新の進展であろう。情報技術の飛躍的進展とネットワーク化、先進地域の資産の蓄積を背景に、国際的なホールセール市場での革新の進展が、90年代に入ってから米国を先頭ランナーとしてリテール市場にも浸透していったが、その革新を要約すれば、金融取引のオープン化、市場仲介型の直接金融形態へのグローバルな広がりであり、金融業務上からみればインベストメントバンキングへの急速な変化であった。そのなかで、銀行は伝統的な銀行仲介業務の縮小と構造改革の重荷を背負いながら、広範な競争圧力に晒されてきた。エマージングマーケットにおいても、中南米をはじめとしてクロスボーダーの取引

は証券形態の取引がウエイトを高めていた。そのような環境下で、東アジアは貸出にともなう資産の積み上げで安定的で高い収益を得られる地域であり、地場銀行を相手に国際信用に対する需要がきわめて旺盛であった。そのインセンティブを加速したのが、国際的業務を営む銀行に課されたいわゆるBISルール（資本・資産比率の8%以上保持のルール）である。同ルールは、資本への算入項目の規定とともに、資産をあらかじめ設定されたリスクウエートの基準でウエイト付けして算出することを定めていたが、その基準では、一般事業会社など民間向けの貸出はリスクウエートが100%であったのに対し、OECD諸国政府向け信用はウエート0%など大きな開きがあり、銀行間信用供与もリスクウエートは低く設定されていた。このため、対銀行信用は、資本・資産比率に影響少なく、その積み上げが図れる資産であったわけだが、通常は、当然、その利ざやはきわめて薄い。だが、先に述べたように、東アジアの銀行への信用供与には大きなレントが存在していた。そのため、銀行間信用のルートに国際信用供与が集中することになったといえる。それは、情報の偏在の問題に照らしても資金供与側の国際銀行にとっては合理的な選択であったといえよう。

しかし、それでも、一極への資金の集中は、リスク管理の視点からは問題が残るはずである。この点で、さらに指摘されるのは、規模のギャップであろう。東アジアへの国際信用の供与は巨額となったが、それは基本的に受け手の東アジアの経済規模からの見方であり、それら諸国にとっては実際、危機発生の際に逆流する資金のギャップを公的部門で埋め合わせえないほど巨額であったのは確かである。だが国際銀行側からみれば、それら地域への信用は、国際リスク分散の視点でみてもそれだけで問題となるような規模ではなかった。現実には、BISによる国際的銀行の信用ポジションに関するリポートをみれば、そのことは容易に確認される（表6参照）。

以上のように、今回の東アジアの危機は、国際銀行信用を中心として、上記のような国内的要因および国際的要因が働いて、国内的には経済の過熱化やバブル化を、国際的には経済規模に比してはるかに巨額の短期債務性資金

表6 国際銀行信用の規模とアジア向け動向

(単位: 10億米ドル)

	1995	1996	1997		
	年間	年間	年間	第1Q	第2Q
信用総額	627.3	587.6	1,210.6	303.1	239.9
先進国向け	506.5	446.2	1,115.7	242.5	191.1
先進国以外向け	120.8	141.4	94.9	41.6	31.0
アジア向け	86.3	79.8	6.1	21.4	15.0
タイ	38.8	9.5	-17.5	0.5	-0.3
インドネシア	6.9	9.4	5.6	1.8	2.8
韓国	22.5	26.6	4.2	4.3	4.0

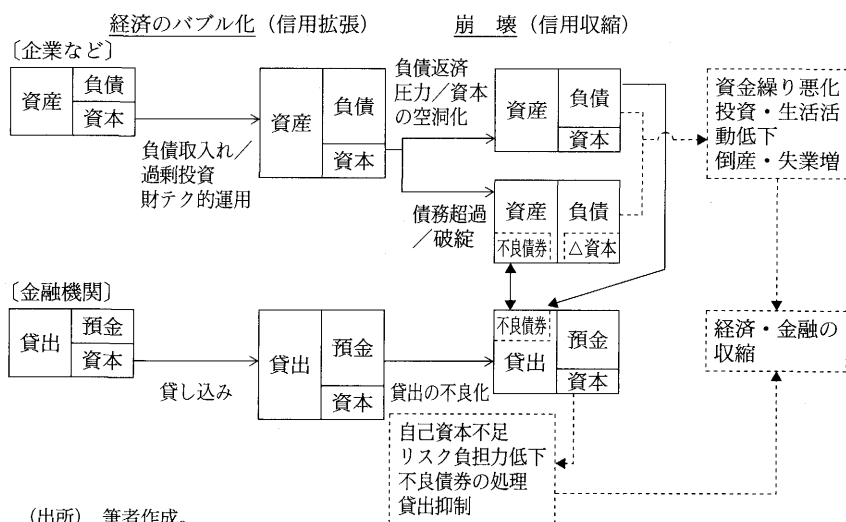
(出所) BIS, 68th Annual Report, June 1998.

の積み上げが促進され、通貨危機、そして経済危機への道が開かれていったということができよう。危機の原点ともなった通貨危機への直接の引き金も、タイバーツ危機発生直前の動きを子細に観察すれば、国際銀行信用の急激な縮小にあったことがわかる。すなわち、一般的には、ペンションファンドやヘッジファンド、その資金操作手段としてのデリバティブズを介した短資の流出入が危機の引き金とみられているが、それらの危機に至る数年の動きをみれば図3に示されるように短期の売買を繰り返しており、長期のポジションはほとんど積み上げていないうえに、規模的にも意外なほど小さい。その運用先も、ペンションファンドは1996年から他の地域（主に米国）に、ヘッジファンドも96年末前後からエマージング市場では中南米にとバーツ危機に先立つかなり早い時期にシフトが行われている。一方、銀行信用は、危機直前の97年4-6月期においても、表6からもわかるように増加ペースはやや鈍らせたものの増加を続け、通貨の下落とともに急激な減少に転じている。通貨危機発生の大きな要因の一つとして、既述の一般論議で触れたごとく、対外債務残高が膨張してくると、マクロ経済に危機に直結するような悪化がみられなくとも市場はその変化や外的ショックに敏感になり、その過剰反応が自己実現的に通貨暴落を引き起こしたと指摘されている。しかし実体は、通貨の下落傾向が出始めたことで銀行信用の供与が警戒的になり、それが通

貨下落との悪循環を瞬く間に引き起こして危機に発展したと捉えるべきであろう。また、タイ、インドネシアに加え、ASEAN諸国とは経済の発展度や経済開発戦略などが異なり地理的にも距離があった韓国がそれら2カ国とともに最も深刻な危機に陥ったことは経済学上の謎ともいわれてきた。この点についても、アジアをひとくくりとしてその枠組みのなかで無理に共通項を探すのではなく、韓国の金融（取引）構造や国際銀行信用を通じた債務性資金取り入れの累増という今回の危機の本質に関わる重要な点で、タイ、インドネシアと全く同様であった事実には照らせば、謎が解けよう。やや違っていたのは、通貨危機への最終的な対処の拠り所としての外貨準備の厚さであったが、それも危機を通じて見せかけにすぎなかったことがすぐに明らかになっている。

このような状況下で、危機の地域的拡大は、国際銀行信用というネットワークのなかで、スピルオーバーよりもバンドワゴン的に債務性信用累積国の再評価が促され、危機が波及していったといえる。それは同時に、国内の銀行ネットワークを通じた信用膨張の行き詰まりを意味したため、通貨危機がすぐに広範な経済危機に転化したといえよう。金融恐慌の歴史的事例を引き合いに出すまでもなく、信用の拡大と投資のバブル化は、それがいったん行き詰まると債務デフレの悪循環を招いて経済を一気に危機的状況に落ちこみます。そのより一般的なプロセスは、ミンスキーの「金融不安定仮説」からも明らかだが、より具体的に企業、金融機関の債務デフレに関するバランスシート上からのメカニズムを要約すれば、図4のように示される。このように、通貨危機からデットデフレという経済全般の危機へと拡大した今回のアジア危機は、単なる市場の失敗や為替管理、あるいは銀行システムのマネジメントを含む東アジア諸国の政策運営上の問題、さらにはアジアの社会的特殊性といった問題に帰せられるというよりも、経済の発展段階とオープン化の不整合性、そのギャップが資本自由化と国内金融取引構造の問題に集中的に反映して現れ、国際銀行信用と国内銀行信用の相互膨張メカニズムを生んで危機を引き起こしたことにその本質があったと捉えられよう。この意味で、

図4 信用拡張と経済収縮（デットデフレ化）へのバランス・シートによるフローチャート



今回の危機を、前例のない民間セクターが引き起こしたゆえに「21世紀型の新しい危機」と捉えたり、アジアに特有な危機と捉えるのは適切ではない。むしろ発展途上経済がいつでも直面しうる一般性の高い特質をもった危機であったと性格づけるべきであろう。

第4節 アジア危機の教訓

今回のアジア危機は、いくつかの点でこれまでの通貨危機や対外債務危機とは性格を異にしていた。例えば、民間対外債務が国際収支ないし対外債務危機を大規模に引き起こした前例はないが、今回は民間セクターが主体となって危機が生じたこと、またその借入がメキシコ危機のケースに代表されるような国内消費のファイナンスではなく、投資のファイナンスを主目的と

していたことなどがそれである。経済原理が働きやすい民間セクター間の資本取引と将来の期待収益にもとづいて行われる投資という行為、そこからは消費のファイナンスと違い、一方的な債務の累増は一般的には想定されない。だがそれが現実となったため、今回の危機は、「21世紀型」の新しい危機とも受け止められて、その延長線上で多くの分析や政策対応論議が行われてきた。それらの多くは合理的な経済メカニズムを歪めた諸要因を東アジア、ないしアジアに特有なシステム、アジア的ガバナンスの問題やそれを支えた政治・社会体制の問題に求めようとし、それぞれのアプローチモデルの一般化を図って、金融・経済の破綻が不可避であったと結論づけ、改革、改善の方策などを論じてきた。例えば、仲間内の資本主義（クローニーキャピタリズム）、政府と民間の不透明で不明瞭な関係などを含むガバナンスの後進性、政府が暗黙の保証を与えて巨大なモラルハザードを温存してきたアジア的社会・経済体制などの指摘がそれである。だが、すでにみてきたように、今回の危機の本質はそうした点にあるのではなく、またアジア特有のものというより、新興市場経済国が先進国型の経済に接近ないし組み込まれる過程において生じうる一種のシークエンス上の問題ともいえる経済のオープン化と経済の発展度合いのギャップにあった。

すなわち、危機の直接の原因は銀行信用の膨張にあったわけだが、それは銀行仲介を核とする国内の金融取引構造に基本的に負うものであった。すでにみたように、金融取引構造は金融取引に関する情報の社会的偏在状況、より具体的には貸し手、借り手間の情報ギャップの程度如何によって規定される。それは借り手主体である企業などの成長、安定性の拡大などによる返済意思、能力への信頼度がどの程度社会一般に浸透しているかといったことや情報技術の発展とその社会的浸透度によって異なってくる。企業の成長・拡大や情報伝達技術の発展・浸透は経済の発展度と表裏一体の関係にあるから、金融取引構造を政策当局が短期的、裁量的に選択しうるものではない。それは、先の図2に示した東アジア諸国の金融（取引）構造と1人あたりGDPでみた経済発展度との関係からも十分示唆されるところであろう。情報の偏在

状況が大きい経済の発展段階にある社会にあっては、借り手の資本規模や社会的信用の認知度は小さく、その債務証書はオープンな市場で取引されるような一般標準性はもたない。それらは、専門的に金融情報を蓄積した銀行という仲介機関が、個別相対的に審査し、資金余剰部門（家計部門）から預金という形で調達した資金を貸し出すことによって、貸し手、借り手間の資金移動を仲介するのが効率的であり、銀行仲介型の金融取引が核となって、金融構造が形成されざるをえない。そこには同時に多数の貸付を行うことからくるデフォルトリスクの縮小化などが働くからだ。このような経済の発展・成熟度と関わる金融構造と資本自由化に象徴されるオープン化との不整合性、それが国内の金融コントロールを無力化して銀行信用の膨張を招き、危機を発生・拡大させていったメカニズムは既述のとおりである。

この今回の危機の本質を取り違えると、危機への対応策や危機が示唆する課題を読み違いかねない。アジア的構造を問題とするなら、その改善のためにも経済のオープン化や自由化を急ぐことが最優先課題となる。しかし、そもそも、その前提となる分析には過度の一般化が目立つなど問題が多いし、そうした問題特性を有して30年以上にわたる持続的発展を遂げてきたこの地域で、なぜ1990年代後半になってそれらが突然に致命傷を負わせる要因となったのかという肝心な点はほとんど説明できない。危機の本質に照らすなら、それが示唆する政策対応や課題は第1に、先進国型のオープンな経済システムへの接近を進める際のギャップをどの程度のスピードで埋め、そこから生じるコストをどう軽減していくかということであろう。また、そのギャップのなかですでに直面した危機的経済状況への対応策も、危機の本質と拡大・深化のメカニズムに照らして図られていくことが求められる。

これらはともに、単純な経済のオープン化の推進ということとは相容れない。例えば、現状の経済の危機からの脱却には、国内的に民間主体で市場メカニズムが働きやすいオープンな経済システムへの構造改革を唱えても意味はない。危機の脱却には、少なくとも当面は政府の介入を拡大していく必要がある。既述のギャップの問題が、資本自由化と国内の金融（取引）構造の

ギャップの問題に集約的に反映し、銀行信用の膨張、収縮プロセスを経て、金融機能の不全とデットデフレの状況に経済が陥っているからだ。そこで求められるのは、フローの景気支援とともに、不良債権の処理や清算を含む銀行の処遇、その資本強化や破綻の社会的影響の軽減などにおける政府介入の拡大であり、銀行、一般企業の財務面の立て直しを促すための政策的リーダーシップなどであるからだ。IMFの当初の処方箋は不幸なことにその反面教師となったが、それは個々の政策の問題というより、危機の本質とその結果としての経済実体の把握自体にズレがあったことに因っていよう。IMFを含むいわゆるワシントン流の考え方（ワシントンコンセンサス）は、今回の通貨危機に直面して修正を迫られることになったが、完全市場、それが成立するような高度の経済のオープン性を常に前提とするというスタンスに基本的に変化はなかった。その前提で危機に至った問題点を洗い出すアプローチとなったため、現状認識にズレが生まれ、結果的にインドネシアにみられたような政治・社会危機へと危機の拡大・深化を助長するような結果を生み、多くの批判を招くことになったといえよう。実際、その問題意識を集約すれば、為替相場制度の選択に問題があり、それが投資家のモラルハザードを招き、バブル化を促進した。また、直接投資の規制を残したままの短期資本の流入を促す流入規制の緩和など自由化が不徹底であり、政府による銀行救済が常に想定されるようなモラルハザードの問題など金融管理の拙劣さや情報開示の遅れ、自己責任原則の不徹底などが問題であったとなる。それらは、つまるところ、よりオープンな経済構造やそれを支える社会構造であったなら危機は防ぎえたということになり、オープンな市場主義とは相容れないとみられた経済構造や社会体制の改革を急ぐことに主眼をおき、政府介入の縮小とマクロ経済のバランス回復を優先した財政・経済の縮小均衡化プログラムが選択されていくことに繋がった。しかし、為替制度の問題にしても、すでにみたように、実際は、固定化が先にあって短資の流入が急増したというよりも、流入が為替の固定化を促進し、その相乗効果のプロセスで流入が急増している。その中核をなした国際銀行信用なども投機的にただ累増してい

ったわけではない。しかも、その流入メカニズムの背後にあった金融（取引）構造は、経済の発展・成熟度や情報技術の水準・浸透度などに基本的に負うものであり、政府が短期間に自由にそれを選択しうる性質のものではなかった点を見過ごしてはならない。そうしたズレを残したままでは、経済の現状認識へのズレが生じるのは当然であつたといわざるをえない。金融機能の不全状況の改善とデットデフレの進行防止、そこに焦点をあて、政府の介入や強力なリーダーシップで当面危機への対処を進めることが不可欠であり、そうしても回復には時間がかかるというのが、危機のプロセスが示唆するところでもあろう。

第5節 資本移動規制と国際金融協力への示唆

このように単純な自由化が答えではないとすれば、対外政策には国内政策以上に困難な課題、すなわち資本移動の自由化ないしその管理を今後どうするかという大きな課題が残されている。資本移動の自由化は、経済の発展度の如何にかかわらず先進国型の高度にオープンなシステムが支配する世界経済への組み込みを進め、小国としての発展途上経済はとりわけそこからの変動に晒されることになる一方、規制の強化は自国の成長に必要な資本の流入を制約ないし枯渇させることになりかねないからだ。アジア危機は、繰り返すまでもなく、資本移動の自由化によるオープン化と国内金融構造の不整合性のギャップが銀行信用の膨張を通じて一挙に顕在化することによって引き起こされたわけだが、資本移動の自由化により経済が海外経済の変動に晒されやすくなることは、近年のより精緻なマクロ理論モデルが示唆するところでもある。

すなわち、資本移動の自由化が進むと、「国内市場での有効需要の変動が、経常収支の変化を通じて国外に露出しやすくなるために、実質GNPの変動は国内需要要因よりも国外の需要・金利要因が大きな影響力をもつ」ように

なるとともに、「国外での景気の変動は経常収支の不均衡をもたらすが、自由化にともなって為替リスク要因の為替レートへの影響が低下することから、国内へ伝播しやすくなる」。一方、変動相場制の採用によって海外の影響波及を吸収・遮断するという選択肢も、1970年代以降の国際経済の経験や近年の研究に照らすと、必ずしも有効とはいえないし、為替相場が均衡化に向けて変動していくことが常に成立していないかぎり、貿易に大きく依存する小国経済の選択としては実物経済の調整コストが耐え難いものとなる可能性も高い。一定の為替の安定性を暗黙裏に前提とするなら、程度の差はあれ資本移動のコントロールは不可避であり、その制約条件のもとで、資本移動の自由化がもたらすコストをどう軽減し、そのための補完的政策をどう進めているか、この難しい問題が危機を経て改めて問われているわけである。より具体的には、安定性が高く、マクロ経済の発展にも貢献度の高い長期資本の流入を妨げないで、短期資本の移動をどう効果的にコントロールしていくかということになるが、当事国の個別な対応の選択肢としては、チリやマレーシアの資本移動に関する源泉徴収税や準備金の賦課、あるいはベルギーでとられたような二重為替相場制の採用といったものまで種々の形態がある。それらの概要と効果を要約すれば表7のようになる。ただこれらの個別対応で問題となるのは、その効果が限界的にならざるをえないことである。一部の国だけで資本移動規制が行われると資本は他の地域に流れてしまい、実施国にとっては、角を矯めて牛を殺す結果となりかねないし、またそれらの国では先進国に比べ資本移動の補足が概して十分でなく、そのなかで規制を実施すると抜け道行為を助長することになりかねないからである。市場をできるだけ歪めない形で短期的な資金流入の抑制を図るためには、先進国を含む広い範囲でそれを行うことが必要となる。その代表的例としては、トービンが提唱したトービntaxがあげられよう。これは先物やオプションを含む外国為替取引に世界一律に国際税を課すというものである。この税は、取引額に対して課すものとなっており、そのため長期の資本移動には税負担は軽微で短期になればなるほど税負担は重くなることから、長期の国際資本移動

表7 主要な資本移動抑制策の概要

	個別（流入国別）対応策		世界包括対応策
	準備金要求	課税	トービン税
対象者	外国人投資家 国内居住銀行	外国人投資家 国内居住銀行など	前投資家
対象取引	資本流入額 (または、流入残高)	資本流入額 (または、流入残高)	外国為替取引
実施難易度	容易	税制が不整備だと困難	困難 (広範な合意難しい)
効果	限定的 (短期債務性資金への銀行への準備要求は間接金融主体の国で有効性大)	課税対象広ければ一定の効果	最も効果的 (取引額への課税のため短期をより抑制しやすい点でも有効性高い)
実施例	チリ、マレーシア、コロンビアなどで源泉課税と準備金要求を実施。1990年代初頭に実施したチリ（準備金は投資家に要求）の例では抑制に成功。ただし、短期より長期を抑制した点で問題		なし
短期資本の重点抑制性	資本流入額を対象とすれば有効性あり（流入残高では困難）		最も可能性あり

(注) 資本移動抑制策は広義には為替管理に含まれるが、為替の固定化を前提としたものでは、二重構造相場制（資本取引と実物取引を分離した管理の方策でベルギーで1989年に実施。マレーシアも新しく採用を表明）や国内金融政策の裁量権を放棄ないし大幅に制銀し、実質的に自国通貨の価値を外国通貨ないしそのバケット指標で保証する強力な固定性を前提としたカレンシーボード制（アルゼンチン、香港）などがある。

(出所) 筆者作成。

はそれほど抑制せず、問題となる短期の移動を効果的に抑制することが期待できる。税率については、トービン教授は「0.5～1%程度の低率で十分」としているが、MITのドーンブッシュ教授の試算では、もっと低率の0.25%でも十分と示唆されている。またこの税の管理、処理はIMFや国際機関などに委ね、開発援助などの国際的な目的に使用するとするなど導入のインセンティブも考慮されている。だがこれもそのフィージビリティとなると、

国際的な総意という問題が大きく立ちはだかっている。とくに、国際収支に関して大きな不安を抱え、外国資本への依存度が高い米国の同意を取り付けるのは簡単でないことは容易に推察される。欧州の統一通貨ユーロが出現し、ドルの基軸通貨体制にも変化の兆しがでてきたなかではなおさらである。とすると、自ずと限界は有するものの、当面は途上国サイドが自国の経済発展のレベルとの関係から、資本移動の自由化の程度ないしは規制の程度を選択していくことが現実的とならざるをえない。例えば、上記の個別対応策のなかでも、準備金の要求は、銀行などの金融機関を通じた短期資金に対して、その一定割合を法定準備や流動性資産で保有するよう義務づけるものであり、今回のような経済の成熟度と深く関わる金融取引構造の特性に根ざすような危機の拡大プロセスには一定の効果をもちえよう。そのうえで現実的な国際協調へのアプローチは、そうした個別対応を補完するために、より合意を得やすい地域協力の輪を拡大していくことであろう。具体的には、地域・中央銀行間のスワップ協定の拡充や通貨不安の際などにおける短期ファシリティーの供与システム、あるいは決済機能と自動的な信用供与機能を有した地域的な清算同盟に類する機構の創設などである。高度な経済のオープン化への条件、準備が不十分な段階での性急なオープン化は危機という大きな負担を強いることになるというのが今回の危機の最大の教訓である一方、現実にはオープン・グローバル化の流れが不可逆的に進行している。そのなかにあつて、自由化・オープン化がもたらすコストをできるだけ軽減するための補完策の必要性の認識と総意の形成、それを地域的協力から積み上げ、よりグローバルな協調へ発展させていくことが今回の危機の教訓を生かし、危機へのリスクを逡巡していくための現実的方途となろう。日本がアジアで果たすべき役割も、こうした点に主眼をおいて検討を進めていく必要がある。

〔注〕

- (1) 1980年代の国際債務危機の特徴などについては、例えば、寺西 [1995]、円居 [1983] など参照。

- (2) Krugman [1994: 62-78].
- (3) Ibid.
- (4) 「激変アジア経済『アジアの価値』に試練」(『日本経済新聞』1997年10月20日)。
- (5) 例えば、Moody's Investor Service, "Average Bank Financial Strength Rating for Selected Countries and Regions." では、1996年6月、96年12月ともに英米などがC+, 日本がD+のなかで、D+とエマージング市場国のなかでも上位レーティングを得ている。
- (6) 韓国の経済開発戦略は日本をモデルに、成長の軸として外需を重視し、その担い手として位置づけた民族資本育成のために国内市場保護と資本取引規制を長期間継続させてきた。このもとで、金融システムに対しては戦略的産業育成の見地から政府が随時介入してきた。行政による介入は個々の与信判断の次元まで立ち入っており、金融機関サイドが当然ながらその結果に対する責任は行政に帰すという形でモラルハザードの風潮を生んできたのは否定しがたい。一方、1980年代前半のリセッション時における他の東アジア諸国のケース、例えば、香港のカリアン事件やインドネシアのバンクスンマ倒産などのケースでは、有力企業の倒産も生じたが行政による救済は行われず、経営者の多くが地位、資産、経営権を失ったり、なかには刑事訴追を受けた例もあり、モラルハザードが典型的に生じていたとはいえない。
- (7) ASEAN 4カ国を、タイ、インドネシア、マレーシア、フィリピンとするが、本文中の焦点は、フィリピンは今回の危機との関連性が本文後段でも触れているようにその特殊事情から薄いため、そこを除く3カ国と、同じく最も危機が深刻となった韓国に当てて論議を進める。ただし、問題のない程度で本文中の関連統計を、ASEAN 4 + 韓国として使用する。
- (8) 詳細は、Bank for International Settlement (BIS) 「1998: 154-157」参照。
- (9) 資本移動、為替レートに制限がない状態では、高いイールドを求めて移動した資本のリターンは、通常、為替レートによって調整され、実質金利水準に収束してくる。
- (10) 例えば、東京銀行(現東京三菱銀行)調査部 [1995: 4-38] 参照。
- (11) 国際的な金利相関を計測することで資本移動の程度を検証するこの種の分析は、アジアNIEsなどエマージングマーケットでは一部を除いて為替先物市場が未発達でデーターを利用できないことから、「カバーなしの金利裁定式」を検証する方法がとられるのが一般的である。Frankel and Okongwu [1995] は、ラテンアメリカと東アジア9カ国における主要金利と米国金利を基に金利裁定式を検証し、またこれらの金利格差と短期資本流入の相関についても検討、一定の成果を得ている。ここで例示の検証も、基本的にはフランケルらのモデルをベースとしているが、説明変数の一つである予測為替レート変

化率にデータの制約から適応的期待の仮定をおいているのが主な違いとなっている。検証地域の為替相場は対ドルレートを名目ないし実質で固定的に運営し、それが市場関係者に広く認知されていたことを考慮すれば、この方法が為替レートの決定プロセスから大きく乖離することはないとみなされ、検証結果は信頼できるであろう。詳細は、早川 [1997] 参照。

- (12) このスワッププレミアムのもとでは、外国からの借入コストと国内金利の関係は、国内プライム貸出金利＝外国金利（ドルLIBORなど）＋外国市場での借入マージン＋スワッププレミアムとなる。ここで、外国からの借入コストは中銀が決定するスワッププレミアムによって変化し、それが低い場合には外国からの借入が国内借入に比べ大幅に安くなる。中銀はこのプレミアムとスワップ供与枠を裁量的に決定することで民間の海外短期借入（資本流入）をコントロールする仕組みとなっていた。一方、ルピア資金の強制凍結は、国営企業が国営銀行に保有するルピア建て預金を強制的にSBI（中央銀行証券）に振り替えることで流動性を吸収する措置であった。この第1次スマイリン・ショック（1987年6月）と呼ばれた措置では約1兆4000億ルピアのSBIが発行された。この実施は、しかし、インドネシアのマクロ経済運営に関する不信感を醸成し、高いリスクプレミアムを生んでいくことにもなった。第2次スマイリン・ショック（91年2月）では、8兆ルピアのSBI発行とともに6兆ルピアに上るSBPU（銀行や非金融部門が発行または裏書きした商業手形）の売りオペも実施されている。これらの詳細は、小松 [1995] を参照。
- (13) 情報の偏在、Informational Asymmetryについては、その先駆者であるAkerlof [1970] を参照。この視点からの現実の金融事象に関するものとしては、例えば、Stiglitz [1998]、円居 [1995] など参照。
- (14) Krugman [1998] で、韓国に危機が波及したことはエコノミストにとって最大の謎であると述べている。
- (15) ミンスキーの金融不安定仮説は、実物投資のもたらす不確実な将来キャッシュ・インフローと、その投資のための借入にともなう債務返済に関する確実なキャッシュ・アウトフローが織り成すダイナミックな関係に焦点をあて、経済ブーム期の投資と債務の累積的拡大のプロセス、そしてブームの転換にともなう見通しの急変と金融上の混乱、債務デフレの進行プロセスを明らかにし、現代経済の運行様式、その生理メカニズムを呈示している。今回のアジア危機の拡大、あるいは日本の長期不況は、こうしたミンスキーの呈示するメカニズムに合致するところが大きい。ミンスキー（堀内訳）[1988] 参照。
- (16) これら論議は、例えば、石塚 [1998]、"The Future of the Asian Model," *Financial Times*, December 1997, エマーソン [1998] など参照。それを批判的に論じたものに、下村 [1998: 38-44] がある。
- (17) 例えば、IMF [1998: 6-7] 参照。

(18) 大滝 [1994] 参照。

(19) Tobin [1978: 153-159], [1997], [1998] など参照。

〔参考文献〕

- 石塚雅彦 [1998] 「欧米的価値とアジア危機」 (『日本経済新聞』 4月19日)。
- エマーソン, ドナルド [1998] 「アジア経済モデルは淘汰されたのか」 (『論座』 6月号)。
- 円居総一 [1983] 「途上国の累積債務問題」 (日本経済新聞経済教室, 8月17日)。
- [1995] 「金融市場, 自由化受け変革」 (日本経済新聞経済教室, 3月6日)。
- 大滝雅之 [1994] 『景気循環の理論』 東京大学出版会。
- 小松正昭 [1995] 「金融自由化・内外資金移動・金融部門の課題—インドネシアのケース—」 (伊東和久編『発展途上国の金融改革と国際化』 アジア経済研究所)。
- 下村恭民 [1998] 「『アジア・モデル』の終わり?」 (『国際金融』 Vol.1013, 10月)。
- 寺西重朗 [1995] 『経済開発と途上国債務』 東京大学出版会。
- 東京銀行 (現東京三菱銀行) 調査部 [1995] 「東アジアにおける為替相場制度と円の役割」 (『東銀経済四季報』 9月秋号)。
- 早川柁久 [1997] 「ASEAN諸国における内外金利差と短期資本流入」 (『海外投資研究所報』 日本輸出入銀行, 9月)。
- ミンスキー (堀内昭義訳) [1988] 『ケインズ主義とは何か』 岩波書店。
- Akerlof, G. A. [1970], “The Market for Lemons: Quality, Uncertainty, and the Market Mechanism,” *Quarterly Journal of Economics*, August.
- Bank for International Settlement (BIS) [1998], *68th Annual Report*.
- Frankel, Jeffrey A. and Chudozie Okongwu [1995], “Liberalized Portfolio Capital Inflows in Emerging Markets: Sterilization, Expectations, Convergence,” Center for International and Development Economics Research (CIDER) Working Paper, Berkeley: University of California Press.
- IMF [1998], *International Capital Markets: Development, Prospects and Key Policy Issues*, September.
- Krugman, Paul [1994], “The Myth of Asia’s Miracle,” *Foreign Affairs*, November/December.
- [1998], “What Happened to Asia?” mimeo.
- Stiglitz, J. E. [1998], “Boat, Plans and Capital Flows,” *Financial Times*, 25

March.

Tobin, James [1978], "A Proposal for International Monetary Reform," *Eastern Economic Journal*, Vol. 4, July-October, pp.153-159.

—— [1997], "Why We Need Sand in the Market's Gears," *Washington Post*, 21 December.

—— [1998], "Capital Goes Global," *The Economist*, 18 January.